



**You have downloaded a document from  
RE-BUS  
repository of the University of Silesia in Katowice**

**Title:** Rynek kapitałowy. Ekonomia a prawo

**Author:** Anna Lichosik

**Citation style:** Lichosik Anna. (2018). Rynek kapitałowy. Ekonomia a prawo. "Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu" (nr 509 (2018), s. 245-256), doi 10.15611/pn.2018.509.21



Uznanie autorstwa - Użycie niekomercyjne - Bez utworów zależnych Polska - Licencja ta zezwala na rozpowszechnianie, przedstawianie i wykonywanie utworu jedynie w celach niekomercyjnych oraz pod warunkiem zachowania go w oryginalnej postaci (nie tworzenia utworów zależnych).



UNIwersytet ŚLĄSKI  
W KATOWICACH



Biblioteka  
Uniwersytetu Śląskiego



Ministerstwo Nauki  
i Szkolnictwa Wyższego

**Anna Lichosik**

Uniwersytet Śląski w Katowicach

e-mail: anna.lichosik@us.edu.pl

---

## **RYNEK KAPITAŁOWY. EKONOMIA A PRAWO**

---

### **CAPITAL MARKET. ECONOMY VS. LAW**

---

DOI: 10.15611/pn.2018.509.21

JEL Classification: K000

**Streszczenie:** Celem badawczym opracowania jest przedstawienie pojęcia rynku kapitałowego w naukach ekonomicznych i prawnych oraz zasygnalizowanie podstawowych różnic semantycznych w tym zakresie. W tym też celu w pierwszej części przedstawione zostało znaczenie pojęcia rynku kapitałowego na gruncie nauk ekonomicznych, a części drugiej rozumienie tego pojęcia w naukach prawnych. W części trzeciej wskazano podstawowe różnice w obydwu zakresach definicyjnych. Zastosowanie metody poznawczej w połączeniu z metodą dogmatyczno-prawną pozwoliło na ukonstytuowanie przedstawionych w opracowaniu wniosków. I tak też w wyniku przeprowadzonych badań stwierdzono, że pojęcie rynku kapitałowego w teorii ekonomii jest odmienne ujmowane niż czyni to literatura prawa.

**Słowa kluczowe:** rynek kapitałowy, rynek finansowy, ekonomia, prawo.

**Summary:** The research objective of the study was formulated as a representation of the understanding of the concept of the capital market based on economic and legal sciences and the signaling of basic semantic differences in this respect. For this purpose, the first part presents the meaning of the concept of the capital market based on economic sciences, and the second part presents the understanding of this concept in the area of legal sciences. The third part of the study indicates the basic differences in both definitions. The use of the cognitive method in combination with the dogmatic and legal method allowed to formulate the conclusions presented in the study. Thus, as a result of the conducted research, it has been stated that the concept of the capital market in the theory of economy is differently recognized than the letter of law does.

**Keywords:** capital market, financial market, economy, law.

## **1. Wstęp**

Celem niniejszego opracowania jest zwrócenie uwagi na problematykę semantyki pojęcia rynku kapitałowego. W debacie publicznej często pojęcie to bywa mylnie interpretowane, co w konsekwencji może prowadzić do błędnie ukonstytuowanych wniosków.

Specyfiką języka prawnego jest to, że definiuje on, czasem kazuistycznie, stany faktyczne zastane i przyszłe, próbując uchwycić istotę funkcjonowania określonych mechanizmów i ująć je w ramy regulacyjne. Rynek kapitałowy nie jest pojęciem natury prawnej czy też prawniczej, genezy tego pojęcia należy poszukiwać właśnie w nauce ekonomii i finansów [Wierzbowski 2012, s. 547]. Ekonomiczne ujęcie rynku kapitałowego obejmuje zespół mechanizmów, infrastruktury i zasad, które umożliwiają prowadzenie wymiany określonych dóbr czy wartości; na rynku kapitałowym są nimi najczęściej środki finansowe oraz instrumenty finansowe; odnośnie do ekonomicznego ujęcia rynku finansowego (zob. [Blicharz 2013, s. 19]).

Pomimo że używanie terminologii ekonomicznej w kontekście definiowania pojęć prawnych może budzić wątpliwości, to jednak na gruncie prawa rynku kapitałowego sytuacja taka wydaje się uzasadniona, a nawet konieczna [Lichosik 2017, s. 27-42]. Specyficzny charakter prawa rynku kapitałowego polega bowiem na połączeniu elementów realnie funkcjonujących zjawisk ekonomicznych z ich prawną regulacją [Owsiak 2002, s. 296]. Jak słusznie wskazuje R. Blicharz, „koegzystencja pojęć prawnych i ekonomicznych w przepisach prawa rynku kapitałowego stanowi tym samym kompromis w zakresie ścierania się aspiracji do prawnego nazwania typowych pojęć ekonomicznych i dominacji ekonomii w regulacjach prawnych. W tym kontekście prawo rynku kapitałowego stanowi swoisty pomost pomiędzy tymi dwiema gałęziami nauki” [Blicharz 2013, s. 58].

## 2. Pojęcie rynku kapitałowego w ekonomii

Rynek kapitałowy w nauce ekonomii klasyfikowany jest jako segment rynku finansowego. Rynek w teorii ekonomii definiowany jest jako ogół stosunków pomiędzy podmiotami uczestniczącymi w procesach wymiany, który ma niejednorodny charakter i podlega wielu dezagregacjom [Gruszczyńska-Brożbar 2008, s. 7], albo jako ogół zamierzonych i zrealizowanych transakcji kupna–sprzedaży oraz warunków, na jakich są one proponowane i dokonywane [Czekaj 2008, s. 3]. Rynek finansowy wyodrębniony z punktu widzenia przedmiotu wymiany określany jest jako miejsce, w którym zawierane są transakcje pieniężne [Pyka 2003, s. 11; na temat koncepcji i charakterystyki rynku kapitału i kapitału finansowego zob. szerzej: Czarny 2002, s. 237-240; o wielowymiarowym charakterze zob. Gruz 2003, s. 24]. Wskazuje się, że obejmuje on „całokształt powiązań pomiędzy jego uczestnikami w zakresie gromadzenia i podziału środków pieniężnych” [Nawrot 2008, s. 13].

Rozwój rynku finansowego nierozzerwalnie związany jest z poprawą jego funkcji alokacyjnej, rozumianej jako „zdolność [...] do rozmieszczania rozporządzanych zasobów pieniężnych między pożyczkobiorcami a pożyczkodawcami” [Nawrot 2008, s. 29]. Do podstawowych funkcji rynku kapitałowego obok alokacji kapitału zalicza się mobilizację kapitału, wycenę kapitału oraz transformację kapitału; szerzej na ten temat zob. [Orechwa-Maliszewska 2008, s. 12; Widz 2009, s. 225]. Rynek finansowy stanowi „mechanizm zapewniający cyrkulację pieniądza i kapitału”

oraz świadczenie poszczególnym podmiotom różnego rodzaju usług finansowych [Daniluk 1998, s. 11]. Przedmiotem transakcji na rynku finansowym są aktywa finansowe, przez które rozumiane są różne postaci zobowiązań lub tytułów własnościowych wystawianych przez jedne podmioty na rzecz innych [Brett 1993, s. 169].

Można przyjąć, że do powstania rynku finansowego doprowadził rozwój pieniądza oraz pojawienie się osób dysponujących nadmiarem wolnych środków pieniężnych, którzy chcą je odpłatnie udostępnić innym podmiotom. W efekcie przez rynek finansowy rozumiane jest miejsce, gdzie zawierane są różnego rodzaju umowy pożyczkowe, kredytowe lub inne, będące źródłem finansowania działalności gospodarczej [Dębski 2012, s. 15]. Rynek finansowy określany jest zatem jako „miejsce zawierania transakcji mających za przedmiot szeroko rozumiany kapitał finansowy” [Wypych 2001, s. 114]; ujmowany też bywa jako „ogół transakcji papierami wartościowymi będącymi instrumentami udzielania kredytów krótko-, średnio- i długoterminowych” [Kaźmierczak 1993, s. 50]. Skuteczność rynku finansowego determinują takie jego cechy, jak efektywność, rzetelność, przejrzystość oraz wysoka płynność [Jajuga 1997, s. 29-30], definiowana jako głębokość, szerokość i elastyczność rynku; szerzej na ten temat zob. [Fama 1970; Ziarko-Siwiek 2005, s. 50; Matuszewski 2000, s. 151; Kamerschen i in. 1991, s. 421].

Systematyzacja rynku finansowego dokonywana jest najczęściej poprzez wydzielenie określonych segmentów operacyjnych, przeprowadzane ze względu na cel, jakiemu segmenty te mają służyć. W literaturze ekonomicznej najbardziej spopularyzowanym podziałem jest kryterium okresu, przez jaki podmiot finansujący swoją działalność może dysponować środkami, oraz kryterium celu, na jaki przeznaczone są pozyskane środki, tj. podział na dwa segmenty operacyjne: rynek pieniężny i kapitałowy [Dębski 2012, s. 19]. Do pozostałych segmentów rynku finansowego zaliczane są rynek walutowy i rynek instrumentów pochodnych. Należy jednak podkreślić, że granice pomiędzy tymi segmentami mogą się zacierać, niektóre instrumenty bowiem mogą zostać zaliczone do dwóch lub więcej różnych segmentów [Jajuga 1997, s. 72]. Czasami rynek walutowy wprost zaliczany jest do rynku pieniężnego [Górski 2009, s. 285]. Jak wskazuje W. Nawrot, „w tradycyjnym ujęciu rynek finansowy dzieli się na rynek pieniężny i rynek kapitałowy” [Nawrot 2008, s. 13-14], a do kryteriów wyróżniających zaliczany jest czas, na jaki zawierana jest transakcja, oraz przeznaczenie pozyskanych środków [Orechwa-Maliszewska 2008, s. 11].

W szerokim ujęciu rynek kapitałowy na gruncie nauk ekonomicznych rozumiany jest jako zespół warunków doprowadzających do kontaktu między sprzedającym a kupującym, obdarzony specyficznymi cechami odróżniającymi go od innych rynków [Madej 1998, s. 16]. W nieco węższym ujęciu rynek kapitałowy definiowany jest jako dotyczący wszystkich transakcji długoterminowymi instrumentami finansowymi, bankowymi, pozabankowymi i papierami wartościowymi [Pyka 2003, s. 16]. Rynek kapitałowy oferuje instrumenty umożliwiające lokowanie i pozyskiwanie kapitału, pozwalając przedsiębiorstwom zdobywać kapitał poprzez emisję akcji i obligacji, które nabywane są przez instytucje odgrywające na rynku rolę dłu-

goterminowych inwestorów [Sławiński 2006, s. 17; Czekaj 2008, s. 11]. Określany jest jako rynek funduszy średnio- i długoterminowych, przeznaczonych na realizowanie inwestycji, a środki na nim deponowane są kierowane do innych podmiotów na okres dłuższy niż rok z przeznaczeniem na cele inwestycyjne (rozwojowe) [Nawrot 2008, s. 14; Jajuga 1999, s. 18].

Na rynek kapitałowy składa się rynek lokat bankowych, rynek kredytów średnio- i długoterminowych oraz rynek papierów wartościowych [Nawrot 2008, s. 14]. Ujmowany jest jako miejsce mobilizacji długoterminowych lokat finansowych i długoterminowego inwestowania oraz kształtowania ceny długoterminowego kapitału finansowego [Pyka 2003, s. 117], nazywany również „podrynkem” rynku finansowego [Milo 2000, s. 19]. Mamy w jego przypadku do czynienia z podażą<sup>1</sup> [Zamora 1992, s. 5; Kruszką 2005, s. 66 i n.; Bień 1999, s. 172-174] kapitału długoterminowego, trafiającego do emitentów instrumentów finansowych, którzy wykorzystują go do realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych, z drugiej strony stwarzając nabywcom tych instrumentów możliwość uzyskania określonej stopy zwrotu z ulokowanych środków [Milo 2000, s. 15]. Zgodnie z literaturą przedmiotu, „dokonująca się przez rynek kapitałowy bieżąca ocena działalności emitentów powoduje, że kapitały są kierowane na realizację najbardziej efektywnych przedsięwzięć” [Dębski 2002, s. 19]. Instrumenty rynku kapitałowego to instrumenty dłużne i akcje z terminem płatności powyżej jednego roku, charakteryzujące się o wiele szerszym zakresem wahań cen niż instrumenty rynku pieniężnego i postrzegane jako inwestycje dosyć ryzykowne [Mishkin 2002, s. 62].

Rynek pieniężny z kolei obejmuje wszystkie transakcje krótkoterminowymi instrumentami finansowymi, bankowymi i pozabankowymi oraz papierami wartościowymi [Pyka 2003, s. 16]. Dzięki swej konstrukcji pozwala on na zarządzanie płynnością przedsiębiorstwa [Sławiński 2006, s. 16; Kudła 2011, s. 17], dostarczając określonego kapitału obrotowego [Wawryszuk-Misztal 2007, s. 571 i n.]. Rynek pieniężny ujmowany jest jako miejsce deponowania środków i dokonywania transakcji dotyczących produktów finansowych, których termin realizacji praw (np. bonów skarbowych, krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw) lub termin spłaty zaciągniętych kredytów nie przekraczają roku [Nawrot 2008, s. 14]. Przy czym z uwagi na krótki czas korzystania z pozyskanych na tym rynku środków, korzystający z nich z reguły przeznaczają je na pokrycie bieżących kosztów ich działalności [Nawrot 2008, s. 14]. Główna funkcja rynku pieniężnego sprowadza się do generowania zysku od wolnych w danym momencie aktywów oraz zapewnienia ciągłości w regulowaniu zobowiązań [Dębski 2012, s. 24; Luenberger 2003, s. 63].

Z powyższego można wnioskować, że „rynek kapitałowy, rozumiany jako miejsce gromadzenia i pozyskiwania finansowego kapitału długoterminowego, pełni specyficzne funkcje wyróżniające go zasadniczo od rynku pieniężnego” [Pyka

<sup>1</sup> Na rynku kapitałowym współdziałają różne grupy podmiotów, z których jedna część reprezentuje podaż, a druga popyt.

2003, s. 117<sup>2</sup>; Dobosiewicz 2013, s. 14]. Rozróżnienie zatem rynku kapitałowego od rynku pieniężnego sprowadza się do ustalenia terminów zapadalności instrumentów zbywanych na każdym z tych rynków. Rynek pieniężny to rynek finansowy tylko dla krótkoterminowych instrumentów (z terminem płatności poniżej roku), a rynek kapitałowy to rynek, na którym dokonywane są transakcje instrumentami o terminie płatności powyżej roku [Mishkin 2002, s. 58; Gart 1988, s. 73; Gębicki 1991, s. 17].

W literaturze przedmiotu spotkać się również można z ujęciem struktury rynku finansowego z punktu widzenia rodzaju instrumentu finansowego. Zgodnie z tą klasyfikacją do rynku pieniężnego zaliczamy: bony komercyjne, certyfikaty depozytowe [Clark, Taylor 2001, s. 21, 24; Jajuga 1999, s. 18], lokaty międzybankowe, bony skarbowe, weksle, czek [Dębski 2012, s. 21, 24], prawa do akcji, krótkoterminowe kwity depozytowe [Dobosiewicz 2013, s. 14], a do rynku kapitałowego: akcje, obligacje, kwity depozytowe, kredyty długoterminowe, jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych, certyfikaty inwestycyjne, listy zastawne [Dobosiewicz 2013, s. 14]. W myśl tego ujęcia można wyróżnić jeszcze rynek instrumentów pochodnych, do którego zaliczane są kontrakty *forwards* i *futures*, opcje oraz *swapy* [Dobosiewicz 2013, s. 14].

### 3. Pojęcie rynku kapitałowego na gruncie jego prawnej regulacji

Przedstawione powyżej ujęcie rynku kapitałowego odbiega nieco od jego prawnej regulacji. W doktrynie przyjmuje się, że prawo rynku kapitałowego stanowi wyodrębnioną część prawa finansowego [Kosikowski, Olszak 2010, s. 217; Kosikowski, Matuszewski 2010, s. 15, 32-33; Debel 2008, s. 56-65], a jedną z jego cech charakterystycznych jest powiązanie nauk ekonomicznych z naukami prawnymi [Blicharz 2013, s. 9].

W obecnym stanie prawnym ustawodawca nie definiuje wprost pojęcia rynku finansowego [Dębski 2012, s. 16; Wypych 2001, s. 114; Kaźmierczak 1993, s. 50]. Jedynie w świetle art. 1 ust. 2 ustawy o nadzorze nad rynkiem finansowym [Ustawa z 21 lipca 2006], w kontekście nadzoru nad nim, można przyjąć, że tworzą go: rynek kapitałowy, rynek bankowy, rynek emerytalny, rynek ubezpieczeniowy, rynek uzupełniający, nadzór nad instytucjami płatniczymi, biurami usług płatniczych, instytucjami pieniądza elektronicznego, oddziałami zagranicznych instytucji pieniądza elektronicznego, nadzór nad agencjami ratingowymi, spółdzielczymi kasami oszczędnościowo-kredytowymi i Krajową Spółdzielczą Kasą Oszczędnościowo-Kredytową, nadzór nad pośrednikami kredytu hipotecznego i ich agentami [Blicharz 2009, s. 15-16].

Prawna regulacja rynku kapitałowego powinna zmierzać do zapewnienia sprawnego przepływu kapitału przy zachowaniu maksymalnego poziomu bezpieczeństwa inwestycyjnego [Lichosik, Blicharz 2015, s. 242; Al-Kaber 2007, s. 15;

<sup>2</sup> Czy instrumenty o okresie 1 roku.



Zawadzka 2011, s. 476; Dziawgo 2012, s. 12]. Trzon polskiej regulacji prawa rynku kapitałowego [Materiały informacyjne KNF, s. 3] stanowią: ustawa o obrocie instrumentami finansowymi [Ustawa z 9 lipca 2005], ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [Ustawa z 29 lipca 2005], ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym [Ustawa z 29 lipca 2005] oraz wspomniana już ustawa o nadzorze nad rynkiem finansowym [Ustawa z 21 lipca 2006].

Celem niniejszego opracowania jest przedstawienie rozumienia pojęcia rynku kapitałowego w naukach ekonomicznych i prawnych oraz zasygnalizowanie podstawowych różnic semantycznych w tym zakresie. Polski ustawodawca pojęcie rynku kapitałowego definiuje nietypowo: w art. 2 pkt 6 ustawy o nadzorze nad rynkiem kapitałowym wskazuje, że przez rynek kapitałowy rozumiane są:

a) rynek papierów wartościowych i innych instrumentów finansowych – w zakresie, w jakim do tych papierów wartościowych i instrumentów finansowych stosowane są przepisy ustawy o obrocie instrumentami finansowymi i ustawy o ofercie publicznej oraz rozporządzenia nr 236/2012 [Rozporządzenie z 14 marca 2012] i rozporządzenia nr 648/2012 [Rozporządzenie z 4 lipca 2012];

b) rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania – w zakresie, w jakim do tych usług i podmiotów stosowane są przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych i przepisy rozporządzenia nr 345/2013 w sprawie europejskich funduszy *venture capital* [Rozporządzenie z 17 kwietnia 2013] oraz rozporządzenia nr 346/2013 [Rozporządzenie z 17 kwietnia 2013];

c) rynek towarów giełdowych w rozumieniu ustawy o giełdach towarowych [Ustawa z 26 października 2000];

d) rynek dwudniowych kontraktów na rynku kasowym, o których mowa w art. 3 ust. 1 pkt 3 rozporządzenia nr 1031/2010 [Rozporządzenie z 12 listopada 2010] – w zakresie, w jakim do obrotu tymi uprawnieniami do emisji stosowane są przepisy tego rozporządzenia.

Definicja rynku kapitałowego w takim kształcie oraz umiejscowienie jej w ustawie o nadzorze nad rynkiem kapitałowym może wskazywać, że pojęcie rynku kapitałowego funkcjonuje wyłącznie w kontekście nadzoru nad nim. W ustawie o obrocie instrumentami finansowymi czy ustawie o ofercie publicznej również nie występują odesłania do tego pojęcia. Ustawodawca jedynie gdzieś tam posługuje się pojęciem rynku kapitałowego, jednak w słowniczku ustawy o obrocie czy ustawy o ofercie publicznej pojęcia tego nie wprowadza. Przykładowo w art. 106g ust. 5 pkt 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi ustawodawca wprost odnosi się do nadzoru nad rynkiem kapitałowym, a w art. 171b tej ustawy, odnośnie do ustalania wysokości kar pieniężnych w przypadku naruszenia mającego wpływ na prawidłowe funkcjonowanie rynku kapitałowego. Podobnie w art. 10 ust. 7 pkt 1 ustawy o ofercie publicznej, gdzie ustawodawca uwzględnia konieczność zapewnienia prawidłowego wykonywania zadań KNF w zakresie nadzoru nad rynkiem kapitałowym.

W kontekście takiego kształtu definicji legalnej rynku kapitałowego można by zadać pytanie, czym naprawdę jest rynek kapitałowy w rozumieniu normatywnym, jakie segmenty przedmiotowe można do niego zaliczyć i jakie sfery obrotu obejmuje.

Jak już wspomniano, definicja rynku kapitałowego nie ma klasycznego charakteru. W podstawowych aktach prawnych w zakresie tej regulacji, tj. w ustawie o obrocie czy ustawie o ofercie publicznej, ustawodawca – odnosząc się do szeroko pojętego obrotu instrumentami finansowymi – nie definiuje tego pojęcia. W ustawie o obrocie prawodawca wprowadza termin obrotu zorganizowanego, przez który rozumie obrót papierami wartościowymi lub innymi instrumentami finansowymi dokonywany na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej na rynku regulowanym albo w alternatywnym systemie obrotu. Przy czym zgodnie z definicją ustawową rynek regulowany to działający w sposób stały wielostronny system zawierania transakcji, których przedmiotem są instrumenty finansowe dopuszczone do obrotu w tym systemie, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany. Z kolei przez alternatywny system obrotu (ASO) rozumiany jest prowadzony poza rynkiem regulowanym wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami oraz w sposób niemający charakteru uznaniowego.

Obecnie, wobec konieczności wdrożenia nowych regulacji unijnych, a konkretnie dyrektywy MiFID II [Dyrektywa z 15 maja 2014], do polskiego porządku prawnego na mocy ustawy o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz niektórych innych ustaw [Ustawa z 1 marca 2018; [http://orka.sejm.gov.pl/opinie8.nsf/nazwa/2191\\_u/\\$file/2191\\_u.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/opinie8.nsf/nazwa/2191_u/$file/2191_u.pdf)] wprowadzone zostały nowe pojęcia odnoszące się do struktury rynku kapitałowego. Prawodawca definiuje je jako system wielostronny, zorganizowana platforma obrotu (OTF) czy system obrotu instrumentami finansowymi.

W ramach systemu wielostronnego kojarzone są oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych składane przez podmioty trzecie. Przez zorganizowaną platformę obrotu lub OTF rozumiany jest system wielostronny, kojarzący w sposób uznaniowy składane przez podmioty trzecie oferty kupna i sprzedaży obligacji, strukturyzowanych produktów finansowych, uprawnień do emisji, instrumentów pochodnych lub produktów energetycznych będących przedmiotem obrotu hurtowego, które muszą być wykonywane przez dostawę, niebędący rynkiem regulowanym ani ASO. Z kolei zgodnie z art. 3 pkt. 9a ustawy o obrocie instrumentami finansowymi przez system obrotu instrumentami finansowymi rozumiany jest rynek regulowany, ASO lub OTF.



Analiza nowych regulacji dotyczących określenia zakresu obrotu instrumentami finansowymi, do którego odnosi się zakres przedmiotowy ustawy o obrocie, prowadzi do wniosku, że obecnie najszerszym pojęciem jest system obrotu instrumentami finansowymi, obejmujący zarówno rynek regulowany, jak i ASO i OTF. W skład systemu obrotu instrumentami finansowymi wchodzi zatem obrót zorganizowany i zorganizowana platforma obrotu, która jednak normatywnie nie została zaliczona do obrotu zorganizowanego. Zarówno jednak rynek regulowany, alternatywny system obrotu, jak i zorganizowana platforma obrotu stanowią system wielostronny.

Odnosząc powyższe regulacje prawne do pojęcia rynku kapitałowego, można stwierdzić, że z normatywnego punktu widzenia rynkiem kapitałowym będzie rynek instrumentów finansowych, w tym papierów wartościowych, rynek towarów giełdowych oraz rynek usług świadczonych przez fundusze inwestycyjne i inne instytucje wspólnego inwestowania w zakresie, w jakim podlegają one regulacji w aktach prawnych wymienionych w definicji rynku kapitałowego. Szeroko pojęty obrót instrumentami finansowymi dokonywany jest w ramach systemu obrotu instrumentami finansowymi, tj. na rynku regulowanym, w alternatywnym systemie obrotu, w ramach zorganizowanej platformy obrotu.

#### 4. Zakończenie

Celem niniejszego opracowania jest zwrócenie uwagi na zakresy i odrębności występujące przy definiowaniu rynku kapitałowego w ujęciu ekonomicznym i prawnym. Niejednokrotnie bowiem w debacie publicznej obserwujemy niekonsekwencję w używaniu tego pojęcia czy brak świadomości interlokutorów, zwłaszcza w odniesieniu do normatywnych ram definiowanego zakresu. Z przedstawionych rozważań wynika, w jak różny sposób rynek kapitałowy jest postrzegany w ekonomii i literze prawa.

Znaczącym przykładem odrębności w rozumieniu i definiowaniu pojęcia rynku kapitałowego może być również ujęcie rynku pieniężnego w naukach prawnych i ekonomicznych. Ustawa o obrocie dotychczas definiowała rynek pieniężny jako system obrotu instrumentami finansowymi opiewającymi wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok. Z kolei za instrumenty rynku pieniężnego uznawano papiery wartościowe lub niebędące papierami wartościowymi instrumenty finansowe, wyemitowane lub wystawione na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego, które mogą być przedmiotem obrotu na rynku pieniężnym. Nowelizacją ustawy o obrocie instrumentami finansowymi<sup>3</sup> usunięto pojęcie rynku pieniężnego, zmieniając jednocześnie treść definicji instrumentów rynku pieniężnego, przez które obecnie rozumiane są niebędące

<sup>3</sup> Przed nowelizacją wprowadzoną ustawą z 1 marca 2018 o zmianie ustawy o obrocie instrumentami finansowymi oraz innych ustaw [[http://orka.sejm.gov.pl/opinie8.nsf/nazwa/2191\\_u/\\$file/2191\\_u.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/opinie8.nsf/nazwa/2191_u/$file/2191_u.pdf)].

instrumentami płatniczymi instrumenty, o których mowa w art. 11 rozporządzenia 2017/565 [Rozporządzenie z 25 kwietnia 2016]; zgodnie z nim instrumenty rynku pieniężnego [...] obejmują bony skarbowe, świadectwa depozytowe, komercyjne papiery wartościowe i inne instrumenty o zasadniczo równoważnych cechach, o ile wykazują następujące właściwości: mają wartość, która może być określona w dowolnym momencie; nie są instrumentami pochodnymi; w momencie emisji termin ich zapadalności wynosi 397 dni lub mniej.

Taki kształt definicji z normatywnego punktu widzenia zarówno przed, jak i po nowelizacji, o której mowa, nie wyklucza z zakresu pojęcia runku kapitałowego rynku pieniężnego. Będzie to bowiem, zgodnie z definicją legalną rynku kapitałowego, obrót instrumentami finansowymi, do którego znajdują zastosowane przepisy ustawy o obrocie czy ustawy o ofercie, jedynie o maksymalnie określonym terminie zapadalności danego instrumentu.

Historycznie na gruncie pierwszej obowiązującej ustawy, Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, regulującej w Polsce tzw. rynek kapitałowy [Ustawa z 22 marca 1991], ustawodawca wprost stwierdzał, że przepisów tej ustawy nie można stosować do publicznego obrotu papierami wartościowymi, których termin realizacji praw jest krótszy niż rok od daty emisji. Ustawa Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, która zastąpiła poprzednio obowiązujące Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, takiego wyłączenia już nie wprowadzała [Grzegorzczuk 1993, s. 8], podobnie jak obecnie obowiązująca ustawa o obrocie instrumentami finansowymi czy ustawa o ofercie publicznej.

Rynek pieniężny jest jednak odmiennie definiowany w naukach ekonomicznych, co zostało szczegółowo opisane w pkt 2 niniejszej pracy. Zgodnie z obecną regulacją prawną różnice te stają jeszcze bardziej wyraźne, o ile bowiem uprzednio – zbieżnie z teorią ekonomii – polski ustawodawca termin zapadalności instrumentów rynku pieniężnego ograniczał do jednego roku, o tyle obecnie ustawodawca unijny posługuje się maksymalnym terminem 397 dni.

Reasumując, należy stwierdzić, że w ujęciu semantycznym pojęcie rynku kapitałowego w naukach ekonomicznych jest inaczej rozumiane niż w naukach prawnych. Stan taki wydaje się uzasadniony specyficznym charakterem rynku kapitałowego, który polega na połączeniu elementów realnie funkcjonujących zjawisk ekonomicznych z ich prawną regulacją. Nie sposób bowiem uniknąć prawnego nazwania typowych pojęć ekonomicznych i obecności ekonomii w prawnej regulacji rynku kapitałowego. W efekcie warto rozważyć konieczność identyfikowania i dostrzegania podstawowych różnic w tym zakresie.

## Literatura

- Al-Kaber M., 2007, *Struktura funkcjonalna rynku kapitałowego i jego rozwój w Polsce*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej, Białystok.
- Bień W., 1999, *Rynek papierów wartościowych*, Difin, Warszawa.
- Blicharz R., 2009, *Nadzór Komisji Nadzoru finansowego nad rynkiem kapitałowym*, Oficyna Wydawnicza BRANTA, Bydgoszcz–Katowice.
- Blicharz R., 2013, *Instytucje prawa rynku kapitałowego*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierowania „Dom Organizatora”, Toruń.
- Brett M., 1993, *Świat finansów*, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa.
- Clark J.F., Taylor R.W., 2001, *Podstawy inwestowania. Wycena papierów wartościowych i konstrukcja portfela*, Wolters Kluwer, Kraków.
- Czarny B., 2002, *Praca, kapitał, ziemia*, [w:] B. Czarny, R. Rapacki, *Podstawy ekonomii*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Czekaj J., 2008, *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Daniluk M., 1998, *Rynek kapitałowy: papiery wartościowe, operacje giełdowe, strategie inwestowania*, Bellona, Warszawa.
- Dębski W., 2012, *Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Dobosiewicz Z., 2013, *Giełda. Zasady działania. Inwestorzy. Rynki giełdowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE, Dz.Urz. UE L 173 z 12.06.2014, s. 349.
- Dziawgo D., 2012, *Rynek finansowy. Istota – instrumenty – funkcjonowanie*, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa.
- Fama E.F., 1970, *Efficient Capital Markets. A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, no 25.
- Gart A., 1988, *Handbook of the Money and Capital Markets*, Quorum Books, New York, Westport, Connecticut, London.
- Gębicki W., 1991, *Bank i biura maklerskie na rynku papierów wartościowych*, PPU Park, Bielsko-Biała.
- Górski M., 2009, *Rynkowy system finansowy*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Gruszczyńska-Brożbar E., 2008, *Struktura przedmiotowa rynku kapitałów pieniężnych*, [w:] *Instrumenty rynku kapitałów pieniężnych*, E. Gruszczyńska-Brożbar, K. Gabryelczyk, U. Ziarko-Siwek, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, Poznań.
- Gruz M., 2003, *Rynek kapitałowy. Wybrane problemy*, Wyższa Szkoła Biznesu w Dąbrowie Górniczej, Dąbrowa Górnicza.
- Grzegorzczak W., 1993, *Polski rynek papierów wartościowych*, Zarządzanie i Finanse, Biblioteka Menedżera i Bankowca, Warszawa
- [http://orka.sejm.gov.pl/opinie8.nsf/nazwa/2191\\_u/\\$file/2191\\_u.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/opinie8.nsf/nazwa/2191_u/$file/2191_u.pdf) (12.03.2018).
- Jajuga K., 1997, *Rynki finansowe*, [w:] K. Jajuga, K. Kuziak, P. Markowski, *Rynek kapitałowy. Inwestycje finansowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. O. Langego we Wrocławiu, Wrocław.
- Jajuga K., 1999, *Inwestycje. Instrumenty finansowe*, [w:] K. Jajuga, T. Jajuga, *Ryzyko finansowe. Inżynieria finansowa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kamerschen D.R., McKenzie R.B., Nardinelli C., 1991, *Ekonomia*, Fundacja Gospodarcza NSZZ „Solidarność”, Gdańsk.
- Każmierczak A., 1993, *Pieniądz i bank w kapitalizmie: zarys problematyki*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.

- Kosikowski C., Matuszewski J., 2010, *Geneza i ewolucja oraz stan obecny i przewidywana przyszłość prawa finansowego*, [w:] C. Kosikowski (red.), *System prawa finansowego*, t. 1: *Teoria i nauka prawa finansowego*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Kosikowski C., Olszak M., 2010, *Od prawa bankowego do prawa rynku finansowego*, [w:] J. Głuchowski (red.), *System prawa finansowego*, t. 1: *Prawo walutowe. Prawo dewizowe. Prawo rynku finansowego*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Kruszka M., 2005, *Transakcyjny popyt na pieniądz w warunkach transformacji gospodarczej*, [w:] W. Przybylska-Kapuścińska (red.), *Funkcjonowanie rynku pieniężnego i kapitałowego*, Zeszyty Naukowe, nr 52, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej Poznaniu, Poznań.
- Kudła J., 2011, *Instrumenty finansowe i ich zastosowania*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- Lichosik A., 2017, *Interdyscyplinarny charakter prawa rynku kapitałowego*, [w:] P. Bieś-Srokosz, J. Srokosz, E. Żelasko-Makowska (red.), *Wzajemne oddziaływanie gałęzi prawa publicznego i prywatnego*, Wydawnictwo im. S. Podobińskiego Akademii im. Jana Długosza w Częstochowie, Częstochowa.
- Lichosik A., Blicharz R., 2015, *Prawo rynku kapitałowego*, [w:] R. Blicharz (red.), *Publiczne prawo gospodarcze. Zarys wykładu*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Luenberger D.G., 2003, *Teoria inwestycji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Madej Z., 1998, *Polski rynek kapitałowy*, Wydawnictwo Prywatnej Wyższej Szkoły Businessu i Administracji, Warszawa.
- Materiały informacyjne KNF, 2005, *Nowe regulacje rynku kapitałowego – najważniejsze zmiany i ich konsekwencje dla uczestników rynku*, KPWiG, [https://www.knf.gov.pl/Images/noweprawo\\_tcm75-6653.pdf](https://www.knf.gov.pl/Images/noweprawo_tcm75-6653.pdf) (29.10.2016).
- Matuszewski P., 2000, *Zachowania inwestorów i znaczenie informacji a efektywność rynku kapitałowego*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Seria I, nr 277.
- Milo W., 2000, *Finansowe rynki kapitałowe. Przypadek Polski lat dziewięćdziesiątych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Mishkin F. S., 2002, *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Nawrot W., 2008, *Rynek kapitałowy i jego rozwój*, CeDeWu, Warszawa.
- Orechwa-Maliszewska E., 2008, *Organizacja i instytucje rynku kapitałowego*, [w:] J. Kilon (red.), *Giełda i inwestycje na rynku kapitałowym. Wybrane zagadnienia*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Finansów i Zarządzania, Białystok.
- Owsiak S., 2002, *Podstawy nauki finansów*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Pyka I. 2003, *Struktura i kierunki zmian rynku finansowego w procesach globalizacji*, [w:] I. Pyka (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Pyka I., 2003, *Struktura i zasady funkcjonowania rynku kapitałowego*, [w:] I. Pyka (red.), *Rynek pieniężny i kapitałowy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
- Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2017/565 z 25 kwietnia 2016 uzupełniające dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE w odniesieniu do wymogów organizacyjnych i warunków prowadzenia działalności przez firmy inwestycyjne oraz pojęć zdefiniowanych na potrzeby tej dyrektywy, Dz.Urz. UE L 87 z 31.03.2017 ze zm.
- Rozporządzenie Komisji (UE) nr 1031/2010 z 12 listopada 2010 w sprawie harmonogramu, kwestii administracyjnych oraz pozostałych aspektów sprzedaży na aukcji uprawnień do emisji gazów cieplarnianych na mocy dyrektywy 2003/87/WE Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającej system handlu przydziałami emisji gazów cieplarnianych we Wspólnocie, Dz.Urz. UE L 302 z 18.11.2010 ze zm.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 236/2012 z 14 marca 2012 w sprawie krótkiej sprzedaży i wybranych aspektów dotyczących swapów ryzyka kredytowego, Dz.Urz. UE L 86 z 24.03.2012 ze zm.

- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 346/2013 z 17 kwietnia 2013 w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej, Dz.Urz. UE L 115 z 25.04.2013.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 648/2012 z 4 lipca 2012 w sprawie instrumentów pochodnych będących przedmiotem obrotu poza rynkiem regulowanym, kontrahentów centralnych i repozytoriów transakcji, Dz.Urz. UE L 201 z 27.07. 2012ze zm.
- Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) z 17 kwietnia 2013, Dz.Urz. UE L 115 z 25.04.2013.
- Sławiński A., 2006, *Rynki finansowe*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Ustawa z 21 lipca 2006 o nadzorze nad rynkiem finansowym, Dz.U. 2017, poz. 196 ze zm.
- Ustawa z 22 marca 1991 Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, Dz.U. nr 35, poz. 155.
- Ustawa z 29 lipca 2005 o nadzorze nad rynkiem kapitałowym, Dz.U. 2014, poz. 1537 ze zm.
- Ustawa z 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi, Dz.U. 2014, poz. 94 ze zm.
- Ustawa z 29 lipca 2005 o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. 2013, poz. 1382 ze zm.
- Wawryszuk-Misztal A., 2007, *Struktura finansowania operacyjnego zapotrzebowania na kapitał obrotowy netto na przykładzie spółek wytwarzających napoje alkoholowe destylowanie*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Problemy rozwoju rynku finansowego w aspekcie wzrostu gospodarczego*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Widz E., 2009, *Realizacja funkcji mobilizacji i alokacji kapitału przez rynek New Connect w warunkach kryzysu finansowego*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Rynek finansowy w erze zawirowań*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Wierzbowski M., 2012, *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, red. M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda, Wydawnictwo C.H. BECK, Warszawa.
- Wypych M., 2001, *Finanse i instrumenty finansowe*, Absolwent, Łódź.
- Zamora P., 1992, *Organizacja i funkcjonowanie rynku kapitałowego: pomocnicze materiały dydaktyczne*, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków.
- Zawadzka P., 2011, *Pojęcie i zakres rynku finansowego*, [w:] R. Mastalski, E. Fojcik-Mastalska (red.), *Prawo finansowe*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Zdebel M., 2008, *Prawo finansowe jako dział prawa*, [w:] J. Głuchowski, C. Kosikowski, J. Szołno-Koguc (red.), *Nauka finansów publicznych i prawa finansowego w Polsce. Dorobek i kierunki rozwoju. Księga jubileuszowa Profesor Alicji Pomorskiej*, Wydawnictwo UMCS, Lublin.
- Ziarko-Siwek U., 2005, *Efektywność informacyjna rynku finansowego w Polsce*, CeDeWu, Warszawa.